

QE3 tuż za progiem

Autor: **Maciej Bitner**

[Komentarz pisany 7 sierpnia 2011 roku]

Sprawa wydaje się już praktycznie przesądzona. Na kolejnym posiedzeniu FOMC 9 sierpnia zostanie uzgodniony kolejny pakiet niestandardowych środków zmierzających do jeszcze dalej posuniętego złagodzenia polityki pieniężnej Fed. Dramatyczne wydarzenia na rynkach w minionym



tygodniu zwieńczone spektakularnym obniżeniem ratingu amerykańskiego rządu wzmocniły dodatkowo presję na bank centralny i trudno sobie wyobrazić, by Ben Bernanke mógł się jej teraz oprzeć.

Ponieważ od grudnia 2008 roku stopy Fed znajdują się na poziomie bliskim zera, dalsze złagodzenie polityki pieniężnej będzie musiało przyjąć formę bezpośredniego zakupu aktywów, czyli trzeciej rundy sławnego *quantitative easing*. Dyrektorzy Rezerwy Federalnej nie ogłoszą zapewne od razu planu nowych zakupów (z tym poczekają do wrześniowego posiedzenia), można się jednak spodziewać trzech następujących posunięć. Po pierwsze wyraźnie podkreślone zostanie, że w dającej się przewidzieć perspektywie nie dojdzie do podwyżek stóp procentowych. Po drugie Fed obieca, że tak długo jak tylko się da nie pozwoli, by jego bilans zmniejszył się; odsetki od posiadanych papierów cały czas będą reinwestowane w obligacje skarbowe USA. Po trzecie bank zwiększy w swoim portfelu udział obligacji długoterminowych kosztem bonów skarbowych, wywierając tym samym jeszcze silniejszą presję na spadek długoterminowych stóp procentowych.

Ciekawsze niż to, jakie instrumenty zostaną zastosowane, jest uzasadnienie, jakie znajdzie dla swoich działań Fed. Sytuacja tego lata — mimo

pewnych analogii do lata zeszłego roku czy nawet do 2008 roku — jest zupełnie inna. Nawet bowiem z mainstreamowego makro-paradygmatu nie da się wywieść spójnych argumentów na rzecz dalszego pompowania pieniędzy w gospodarkę.

Przypomnijmy, jak uzasadniano poprzednie dwie rundy ilościowego łagodzenia. Pierwsza, rozpoczęta w listopadzie 2008 roku i zakończona w czerwcu 2010 roku, miała na celu przede wszystkim skompensowanie olbrzymiego wzrostu popytu na pieniądź, wywołanego przez kryzys finansowy. Fed kierował się wtedy ponadto potrzebą wyzwolenia banków od aktywów opartych na kredytach hipotecznych oraz wsparcia rynku pożyczek hipotecznych (co miało przynieść pośrednio wsparcie dla rynku mieszkań i domów). Jednak kryzys finansowy dawno się już skończył i choć rynek nieruchomości ciągle przeżywa zapaść, nie bardzo wiadomo, co Fed mógłby jeszcze zrobić w obliczu braku popytu na nowe domy (oczywiście, z wyjątkiem bezpośredniego zakupu domów, co jednak nie jest na razie dozwolone). Zatem argumenty stojące za pierwszym ilościowym łagodzeniem nie będą raczej przydatne.

QE2, które zaczęło się w sierpniu 2010 roku i zakończyło w czerwcu 2011 roku, miało bardziej ograniczone cele od swojego poprzednika. W obliczu ciągłej niechęci banków do pożyczania pieniędzy i dużych wolnych mocy produkcyjnych w gospodarce amerykańskiej inflacja oraz inflacja bazowa zaczęły spadać i w lecie zeszłego roku znalazły się na poziomie 1%. Aby zapobiec monetarnej deflacji, Fed zdecydował się kupić obligacje rządowe o wartości 600 miliardów dolarów, zwiększając tym samym podaż pieniądza i wywołując presję na wzrost cen.

Dziś jednak sytuacja nie przypomina tej sprzed roku. Inflacja w USA przekracza 3% i to nie tylko na skutek wzrostu cen żywności i surowców energetycznych (do którego przecież także przyczynia się polityka Fed). Począwszy od listopada zeszłego roku, banki zaczęły ponownie (po dwóch latach przerwy) powiększać swój portfel kredytów dla przedsiębiorstw. Podaż pieniądza M2 rośnie w tempie około 8% (w ostatnich 3 miesiącach) — najszybciej od dwóch lat i szybciej niż w jakimkolwiek momencie w poprzedzających kryzys latach boomu (2004–2008). Mało kto uwierzy więc teraz w czającą się za rogiem deflację.

Co zatem będziemy mogli usłyszeć w ramach usprawiedliwienia podjętych kroków? Zapewne starą keynesowską bajkę o tym, że na skutek zewnętrznych

szoków uczestnicy rynku stracili zaufanie do gospodarki, a jego przywrócenie wymaga zdecydowanych działań. Zostaną wspomniane wysokie ceny surowców i trzęsienie ziemi w Japonii oraz niepewność polityczna związana z amerykańskim zadłużeniem. Członkowie FOMC będą mówili, że kruche ożywienie wymaga większego wsparcia ze strony Fed, a ceny mierzone odpowiednio zmodyfikowanym agregatem (na przykład [średnią z Dallas](#), która pomija największe wzrosty i spadki cen) wcale tak szybko nie rosną. Wszystko to opiera się na wciąż powszechnym wśród większości ekonomistów przekonaniu, że niskie stopy procentowe są dla gospodarki dobre, szczególnie w okresie słabej koniunktury.

To temu przekonaniu należy chyba w pierwszej kolejności rzucić wyzwanie. Stabilnie rozwijająca się gospodarka potrzebuje bowiem stóp zgodnych z preferencjami uczestników rynku, a nie po prostu stóp niskich. Historyczne dane wskazują, że „naturalna” stopa procentowa w Stanach Zjednoczonych kształtuje się na poziomie od 1,5% do 2,5%. Obecnie zaś realne oprocentowanie 10-letnich obligacji wynosi 0,2%. Ten najniższy w historii poziom został niedawno osiągnięty przede wszystkim na skutek oczekiwań kolejnych interwencji Fed. Utrzymywanie stóp procentowych wyraźnie niższych od poziomu równowagi prowadzi do błędnych alokacji, które będą musiały zostać skorygowane, gdy inflacja zmusi wreszcie bank centralny do podwyżek stóp.

Warto także pamiętać, że niskie stopy procentowe wcale nie muszą stymulować popytu inwestycyjnego. Zachęcają do zadłużania się konsumentów, którzy przy niskim poziomie stóp procentowych mogą okazać się bardziej atrakcyjnymi klientami banków niż przedsiębiorstwa. W rezultacie zamiast wzrostu kredytów inwestycyjnych możemy otrzymać konsumpcyjny boom, który nie będzie stanowił fundamentu trwałego wzrostu.

Nie ma też pewności, czy niskie stopy rzeczywiście ułatwiają proces dostosowawczy, czy raczej tylko go odwlekają. Doświadczenie Japonii [wskazuje](#), że istnienie firm, które powinny ograniczyć działalność lub wyjść z rynku, było sztucznie utrzymywane za pomocą taniego kredytu, przez co uniemożliwiono przekazanie zasobów w ręce bardziej dynamicznych konkurentów. Przykład Japonii dodatkowo pokazał, że taka niezdrowa sytuacja może być przeciągana praktycznie w nieskończoność. Gospodarka, w której dominują korporacje zombie, rozwija się bardzo powoli albo wcale. To z kolei ogranicza popyt na

kredyt i trzyma w ryzach inflację. Niska inflacja zachęca zaś bank centralny do utrzymywania stóp procentowych na niezmiennie niskim poziomie, pozwalając przetrwać korporacjom zombie. Wprawdzie Stany Zjednoczone wciąż są dalekie od japońskiego czarnego scenariusza, jednak nadmiernie łagodna polityka monetarna powoli pcha je w tę stronę.